



ISSN 1306-0767

MEVZUAT DERGİSİ

YIL: 9

SAYI: 102

HAZİRAN 2006

[önceki](#)[yazdır](#)[Dr. Mustafa Cem KIRANKABEŞ](#)

ÜLKE RİSKİ KAVRAMI, METODOLOJİSİ VE TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

ÖZET

Risk, "istenmeyen bazı olayların meydana gelme olasılığı" olarak tanımlanır. Ülke Riski " bir ülkenin belirli ölçüde kendi etkinliğindeki olaylar neticesiyle dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı"dır. (1)

Ülke riski ve bunun derecelendirmesi anlamına gelen rating kelimesi, Türkiye'nin kredi notunun düşmeye başladığı 1994 yılından itibaren ülke gündeminden düşmemiştir. Bundan sonra ülkenin içinde bulunduğu tüm ekonomik sorun ve sıkıntılar rating kelimesi ile bağdaştırılmaya başlanmıştır. Ancak ülke notumuzun düşürülmesi ekonomik sorunların nedeni değil, sonucu olarak kabul edilmelidir.

Derecelendirme şirketleri, ülkenin kredibilitesine ait objektif bilgi sunar ve uluslararası yatırımcılara yol gösterir. Bu anlamda, bir ülkeye ait rating değerlendirmesi o ülke için hayati önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, uluslararası arenada ülkenin kredibilitesine dair oldukça önemli olan ülke riski derecelendirmesi, PRS-ICRG rating kuruluşunun ülke riski metodolojisi ve verileri kullanılarak örnek hesaplamalarla açıklanacaktır.

ABSTRACT

Risk define as a possibility of happening unwanted event. Country risk is a possibility of do not able to pay foreign dept because of the things which can be partly control by country.

Beginning from decreasing of credit ratings of Turkey on 1994, country risk and rating which means classification of country have been taking current interest. After that time all economic difficulties and depression have connected with ratings. But decreasing of country ratings should be consider as a result of the economics difficulties not cause of economics difficulties.

Rating companies present objective information related to country credibility and guide multinational investors. At that meaning country rating take mortal importance for the inspected country.

In this paper country risk rating which can take great importance in multinational area related to credibility of country will try to analyze by using PRS_ICRG rating company methodology and data.

1. ÜLKE RİSKİ DERECELENDİRME KAVRAMI

1.1. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğe Göre Derecelendirme Tanımı

Türkiye'de derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme şirketlerinin kuruluşu Sermaye Piyasası Kurulu'nun Aralık 2003 tarih ve 25306 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan (seri VIII, No:40 sayılı) tebliği ile düzenlenmiştir. (2)

a) Ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya

b) Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar. Derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir. Derecelendirme kuruluşları, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Ancak, söz konusu derecelendirme sonuçlarının derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve sermaye piyasası kurumunun onayına bağlıdır.

1.2. Sermaye Piyasası Kurulunca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kurulu, bu tebliğe göre derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası kabul görmüş derecelendirme kuruluşlarını listeler halinde ilan eder. Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye'de şube, temsilcilik veya ofis açtıklarında kurula bilgi vermek zorundadırlar. Bu kuruluşlar Türkiye'de şirket kurmadan ya da kurulmuş bir derecelendirme kuruluşuna iştirak etmeden veya şube, temsilcilik ve ofis açmadan da derecelendirme faaliyetinde bulunabilirler.

Derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye'de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının;

a) Anonim şirket şeklinde kurulmuş olması ve hisse senetlerinin nama yazılı olması,

b) Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,

c) Esas sözleşmesinin münhasıran derecelendirme faaliyetinde bulunulmasına ilişkin hüküm içermesi,

d) Ödenmiş sermayelerinin en az 200 milyar Türk Lirası olması,

e) Her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak yeterli organizasyon, mekân, teknik donanım, belge ve kayıt düzenine sahip olması,

f) Her bir derecelendirme faaliyeti için sistematik derecelendirme metodolojisi ve kamuya açıklanmayan bilgilerin kötüye kullanımını önlemeye ilişkin politikaları belirlemesi ve bunlara uyumun gözetilmesi amacıyla mali ve hukuki çalışma şekillerine ilişkin kontrol süreçlerini de kapsayacak şekilde iç kontrol sistemi oluşturması,

g) Ortakları, yöneticileri, denetçileri, derecelendirme uzmanları ile şirketin tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyelerinin; 4389 sayılı Bankalar Kanunu, 4208 sayılı Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Dair Kanun ile ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan dolayı hükümlülüklerinin bulunmaması koşullarına bağlıdır. (3)

Derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere sermaye piyasası kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca kabul edilen uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır.

2. PRS-ICRG ÜLKE RİSKİ DERECELENDİRME KURULUŞU, METODOLOJİSİ, TÜRKİYE’YE AİT ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRMESİ

2.1. PRS-ICRG (Political Risk Services-International Country Risk Guide) Ülke Riski Derecelendirme Kuruluşu Metodolojisi Ve Verileri Kullanılarak Yapılan Türkiye’ye Ait Ülke Riski Değerlendirmesi

Çalışmamızın bu aşamasında PRS-ICRG (Political Risk Services-International Country Risk Guide) ülke riski derecelendirme kuruluşuna ait metodoloji detaylı olarak incelenecek ve bu kuruluşun ülke riski derecelendirme çalışmalarında yer alan faktörler ve veriler kullanılarak Türkiye’ye ait 2004 yılı için ülke riski değerlendirilmesi yapılacaktır.

Bu kuruluşun seçilmesindeki amaç metodolojisinin politik, ekonomik ve finansal faktörleri kapsamı ve kullanılan metodolojinin ihtiyaç doğrultusunda uyarlanabilir olmasıdır. Diğer kuruluşlar ülke riski değerlendirmesinin yanında farklı risk değerlendirmeleri de yapmaktadırlar.

2.1.1. PRS-ICRG Ülke Riski Değerlendirme Sisteminin Geçmişi

Politik, ekonomik ve finansal ülke riskini ölçmek için kullanılan PRS-ICRG modeli 1980 yılında International Report Dergisi editörleri tarafından geliştirilmiştir. Bu dergi uluslar arası finans ve ekonomi alanında haftalık yayınlanmaktadır. Bu dergide çalışan editörler uluslararası yatırımlar üzerindeki olası riskler hakkındaki detaylı analizleri yapabilmek için, riski hesaplamaya yönelik bir istatistiksel yöntem oluşturdu ve bu modeli sayıları açıklayıcı analizler ile detaylandırdılar.

Sonuç olarak ülkeler arasındaki çok çeşitli riskleri ölçüp karşılaştıran bir sistem ortaya çıktı. PRS-ICRG modelinin avantajlarından biri kullanıcıların kendi risk değerlendirmelerini yapmasına izin vermesi veya kullanıcıların kendi özel gereksinimleri doğrultusunda modeli uyarlamaya imkân tanınmasıdır. Eğer belirli risk faktörleri yatırımlara veya işlere daha fazla etki yapıyorsa birleşik ülke riski değerlendirmesinde bu faktörlere daha fazla ağırlık verilerek yeniden değerlendirme yapılabilir.

2.1.2. PRS-ICRG Ülke Riski Değerlendirme Metodolojisi

PRS-ICRG ülke riski metodolojisi politik, ekonomik ve finansal risk kategorileri diye tanımlanabilecek üç ana kategorinin içinde yer alan 22 faktörden oluşur.

Politik risk kategorisi, politik ve sosyal nitelikteki 12 alt faktör içerir. Her bir faktörün kendi içinde ağırlığı vardır.

Ekonomik risk kategorisi, ülkelere ait ekonomik durumu değerlendirmek için kullanılan 5 alt faktörden oluşur. Her bir faktörün toplam ekonomik risk değeri içinde sabit bir ağırlığı vardır.

Aynı şekilde finansal risk kategorisi, ülkelere ait finansal durumu değerlendirmek için kullanılan 5 faktör içerir. Her bir faktörün toplam finansal risk değerlendirmesi içinde sabit bir ağırlığı vardır.

Aşağıdaki Tablo 2.1.'de PRS-ICRG kuruluşunun ülke riski değerlendirmesinde kullandığı risk kategorileri ve faktörler gösterilmektedir. Çalışmamızın ilerleyen bölümde yapılacak analizler aşağıdaki tabloda gösterilen kategoriler ve faktörler doğrultusunda yapılacaktır.

Tablo 2.1.:PRS-ICRG Kuruluşunun Ülke Riski Değerlendirme Kategorileri ve Faktörleri

PRS-ICRG KURULUŞUNUN ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRME KATEGORİLERİ VE FAKTÖRLERİ		
POLİTİK RİSK KATEGORİSİ	EKONOMİK RİSK KATEGORİSİ	FİNANSAL RİSK KATEGORİSİ
1-Hükümetin İstikrarı	1-Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla	1-GSMH'nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç
2-Sosyoekonomik Durum	2-Yıllık Gerçek GSMH Artışı	2-Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi
3-Yatırım Ortamı	3-Yıllık Enflasyon Artış Oranı	3-Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap
4-İç Karışıklık	4-GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	4-İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslar Arası Likidite
5-Dış Karışıklık	5-GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari Hesap	5-Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı
6-Yozlaşma		
7-Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi		
8-Dinsel Gerilimler		
9-Kanun ve Düzenlemeler		
10-Etnik Gerilim		
11-Demokratik Sorumluluklar		
12-Bürokrasi Etkisi		

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

PRS-ICRG metodolojisi doğrultusunda yukarıda tablo halinde gösterilen kategorilerin her biri için bir indeks oluşturulur. Politik risk indeksi 100, finansal risk indeksi 50 ve ekonomik risk indeksi 50 puan üzerinden değerlendirilir. Üç indeksin toplamından oluşan değer, birleşik risk indeksini bulmak için ikiye bölünür. Birleşik risk indeksi değeri 0 ila 100 arasında bir değer alır ve standart bir skalaya göre toplam ülke riski durumunu ifade etmek için kullanılır.

Bu skalada en düşük risk değeri (80 – 100) aralığında en yüksek risk değeri ise (0 – 49,5) aralığındadır. Bu ifadeden de anlaşılacağı gibi risk değeri sayısal olarak düştükçe ülkeye ait risk düzeyi artmakta, risk değeri sayısal olarak yükseldiğinde ise risk düzeyi azalmaktadır. Yani risk değeri ile risk düzeyi ters orantılıdır.

Yapılan değerlendirmelerde güncel değerlendirmelerin yanında ülkeler için gelecek durum projeksiyonları yapılır ve oluşabileceği var sayılan durumlara (senaryolara) göre ileriye dönük ülke riski değerleri hesaplanır. Bu projeksiyonlar “ en

iyi” ve “ en kötü” durum senaryoları şeklinde oluşturulur. Bu projeksiyonlar ülkenin ileriye yönelik karşılaşılabilecekleri olası risk durumlarını değerlendirir.

PRS-ICRG ülke riski değerlendirmeleri esnasında iki çeşit veri tipi kullanılmaktadır. Bunlardan ilki yargısal değerlendirmelerdir. (kalitatif) İkinci veri tipi ise sayısal verilerdir. (kantitatif) Politik faktörler yargısal değerlendirme veri tipinde, finansal ve ekonomik faktörler ise sayısal veri tipindedir. PRS-ICRG halen toplam 140 ülkenin ülke riski değerlendirmesini aylık bazda yayınlamaktadır.

PRS-ICRG uzmanları ülke riski konusunda değerlendirme kapsamında olan ülkeler için üç farklı risk değerlendirmesi yapmaktadırlar. Bunlar her ülke için şu andaki ülke riski, her ülke için bir yıl sonraki ülke riski tahmini ve her ülke için beş yıl sonraki ülke riski tahminidir. Periyodik olarak yapılan bu üç değerlendirmenin yanında zaman zaman “ en iyi” ve “ en kötü” durum senaryoları şeklinde ülke riski değerlendirmeleri de yapılmaktadır. (4)

2.1.3. PRS-ICRG Ülke Riski Faktörlerinin Hesaplanması

Doğrudan yabancı yatırım yapan çokuluslu şirketler, bankalar, ithalatçılar, ihracatçılar ve/veya bu gibi kurum veya kişilerce kullanılan PRS-ICRG ülke riski indeksi, yatırım yapılması düşünülen ülkeye ait politik, ekonomik, finansal riskleri ve bunların birleşiminden hesaplanan birleşik ülke riskini değerlendirir. PRS-ICRG ülke riski indeksi kurum ve kişilerin yatırımlarının şimdi ve gelecekte nasıl etkileneceğini belirlemeye yönelik bir modeldir. Dolayısı ile sermaye sıkıntısı içinde bulunan gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların ülkelere yönlendirilmesi anlamında yatırımcılar tarafından değerlendirildiği düşünülen oldukça önemli bir kriterdir.

Bu model 3 risk kategorisi içinde gruplar halinde düzenlenmiş toplam 22 faktör üzerine kurulmuştur. 3 risk kategorisinden biri olan politik risk 12 faktörden oluşur. Ekonomik riskin değerlendirilmesinde kullanılan bazı faktörlerin hesaplanmasında 3 alt bileşen kullanılmaktadır. Diğer risk kategorileri olan ekonomik ve finansal faktörlerin her biri 5 faktörden oluşmaktadır.

PRS-ICRG çalışanları ülkelere ait politik, ekonomik ve finansal bilgileri toplarlar ve bunları risk puanları haline getirirler. Ülke riski analizlerinin yapılması aşamasında en kritik nokta politik risk seviyesinin hesaplanmasıdır. Politik risk faktörlerinin değerlendirilmesi sübjektif olabilir, çünkü politik risk faktörleri yargısal değerlendirmelerden (kalitatif) verilerden oluşur. Ekonomik ve finansal veriler ise tamamen kantitatif verilerdir ve değerlendirmeler objektiftir.

Üç risk kategorisinin bileşiminden kullanılan matematiksel formül doğrultusunda birleşik risk indeksi hesaplanır. Bazı ülke riski derecelendirme kuruluşları ülke riski değerlendirmelerinde kullandıkları metodoloji doğrultusunda tek bir rakam veya harf kullanarak analizlerini yayınlamaktadırlar bu tip yöntemler ihtiyaç doğrultusunda uyarlanmaya ve değerlendirme yapmaya açık değildir.

2.1.3.1. PRS-ICRG Sisteminde Politik Risk Kategorisinin Hesaplanması

PRS-ICRG'nın politik risk ölçümü kıyaslama temeline dayanan ölçüm sistemine göre ülkelerin politik risk seviyelerini değerlendirmektir. Bu işlem risk değerlendirmesine tabi tutulacak ülkelere ait tanımlanmış politik risk faktörleri olan bir grup risk faktörünün değerlendirilmesi ile gerçekleştirilir. Her risk faktörü için minimum puan 0, maksimum puan ise bu faktörün toplam risk değerlendirmesinde ki verilen ağırlığına bağlıdır. Her faktör için öngörülen toplam sayısal risk değeri ne kadar düşükse ülkeye ait risk düzeyi o kadar büyüktür. Bunun tersi olarak da her faktör için öngörülen toplam sayısal risk değeri ne kadar yüksekse ülkeye ait risk düzeyi o kadar

düşüktür. Yani daha öncede belirtildiği gibi sayısal risk değeri ile ülkeye ait risk düzeyi ters orantılıdır.

Politik risk seviyesinin tespitinde ülkeler arasında ve zaman bazında tutarlılığı sağlamak için, her risk faktörüne verilecek not baremi PRS-ICRG tarafından net olarak tespit edilmiştir. Ama daha öncede üzerinde durulduğu gibi değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı ekonomik ve finansal risk değerlendirmelerine göre nispeten sübjektiftir. Aşağıdaki tabloda politik risk kategorisinin alt faktörleri tanımlanmıştır. Her faktörün politik risk kategorisi içinde tespit edilmiş bir ağırlığı vardır. Ülkelerden elde edilen veriler doğrultusunda her faktör için o ülkeye ait bir değer takdir edilir.

PRS-ICRG'nin kullanmakta olduğu metodolojide, politik faktörlerin değerlendirmesi yargısal ve sübjektif olduğundan çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde yapılacak analizlerde bu faktörler sayısal olarak hesaplanamamıştır. Aşağıda politik risk kategorisi ve faktörleri Tablo 2.2.'de verilmektedir. İlerleyen bölümlerde politik risk kategorisini oluşturan faktörler sırası ile açıklanmaktadır.

Tablo 2.2.:Politik Risk Kategorisinin Alt Faktörleri

POLİTİK RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ	
Hükümetin İstikrarı	12 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Sosyoekonomik Durum	12 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Yatırım Ortamı	12 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
İç Karışıklık	12 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Dış Karışıklık	12 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Yozlaşma	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Dinsel Gerilimler	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Kanun ve Düzenlemeler	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Etnik Gerilim	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Demokratik Sorumluluklar	6 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Bürokrasi Etkisi	4 Puan (Politik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
TOPLAM	100 TOPLAM PUAN

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

2.1.3.1.1.Hükümetin İstikrarı

Bu faktör hükümetin iş başında olması ve hükümet programını düzgün bir şekilde uygulayabilmesi ile ilgili bir değerlendirmedir. Tüm risk faktörlerinin değerlendirmesi için geçerli olan kural yüksek risk notunun, düşük risk düzeyini ifade etmesidir. Yani risk notu ile risk düzeyi ters yönlü ilişkilidir. Bu faktör maksimum 4 puan

ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt Bileşenler:

- Hükümet Bütünlüğü (Uyumu)
- Yasama Gücü
- Halk Desteği

Daha öncede belirtildiği gibi değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır. Ama ülkemizde Cumhuriyet Dönemi içinde kurulan ve değişen hükümetlerin sayısı dikkate alındığında bu faktör için ülkemizin olumlu değerlendirilmesinin pek mümkün olmadığı açıktır.

2.1.3.1.2.Sosyoekonomik Durum

Toplumdaki sosyoekonomik baskıların değerlendirilmesidir. Hükümet icraatlarından kaynaklanan kısıtlamalar veya hoşnutsuzluklardan kaynaklanır. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler

- İşsizlik
- Tüketici İtimadı
- Refah

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.3.Yatırım Ortamı

Yatırım ortamını etkileyen diğer politik, ekonomik ve finansal risk bileşenleri içinde yer almayan bileşenleri ifade eder. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Yatırımın Kamusallaştırılma Olasılığı
- Sermayenin Geri Transferindeki Risk
- Ödeme Gecikmeleri

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.4. İç Karışıklık

Bu faktör ülke içinde oluşan politik şiddet ve bu durumun hükümet üzerinde yarattığı etkiyi değerlendirmeye yarar. En yüksek risk notu hükümete karşı herhangi bir askeri veya sivil olumsuzluğun yaşanmadığı ülkeler için verilir. En düşük risk notu ise iç savaş süren ve karışıklık içinde olan ülkeler için uygulanır. Bu faktör maksimum 4 puan

ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Sivil Savaş/Askeri veya Sivil Darbe Tehlikesi
- Terörizm/Politik Şiddet
- Sivil Kargaşa

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.5. Dış Karışıklık

Bu faktör yabancı devlet müdahalelerine, şiddet içermeyen değişik oranda dış baskılara (diplomatik yardımların kaldırılması, ticaret sınırlamaları, bölgesel anlaşmazlıklar, hukuki yaptırımlar v.b.) maruz kalan ülkelerin değerlendirilmesinde kullanılır.

Dış karışıklık durumu dış dünya ile yapılacak her türlü ekonomik işi olumsuz yönde etkiler. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Savaş
- Sınır Ötesi Çatışma
- Dış Baskılar

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.6. Yozlaşma

Bu faktör politik yapıdaki yozlaşma düzeyini değerlendirmek için kullanılır. Bu yozlaşma yabancı yatırımları birçok yönden etkiler. Ekonomik ve finansal ortamı bozar, politik işleyiş üzerinde kalıcı politik dengesizlik yaratır. İş ortamını etkileyen, en sık rastlanan yozlaşma çeşidi finansal yozlaşmadır. Özel ödeme talepleri, ithalat ve ihracat lisansları için rüşvet istekleri, kambiyo kontrolleri, uygunsuz vergi düzenlemeleri, tefecilik ve bunun gibi olumsuzluklar olarak karşımıza çıkar. Bu olumsuzluklar etkin ticaret olanaklarını sınırlar, yatırımların geri çekilmesine veya yatırımlara hükümetler tarafından el konulmasına sebebiyet verir.

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.7. Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi

Askeri otorite atama ile iş başına gelir. Bundan dolayı politik yapıya ve demokratik işleyişe, dışsal etki düzeyinde de olsa müdahale edebilirler. Bunun yanında hükümet üzerinde askeri otoritenin etkisini gösteren başka göstergelerde vardır. Örneğin askeri otorite gerçek veya yaratılmış dış tehditlere karşı hükümet uygulamalarına müdahil olabilir. Bu durum hükümetin karşılaşılabileceği veya karşılaştığı tehditlere karşı, almış olduğu önlemler üzerinde bozucu etki yaratabilir. Veya herhangi bir olumsuz durumun varlığında askeri harcamalardaki artış, hükümetin

bütçe içinde diğer harcamaları kısmasını gerektirebilir. Bu durum ülkemiz için geçmiş yıllarda ekonomik anlamda oldukça önemli bir olumsuzluk olarak yaşanmıştır.

Bazı ülkelerde askeri otorite hükümetlerin uygulamaya çalıştıkları programlarda değişiklik yapmalarına ve/veya hükümetin başka bir hükümet ile değiştirilmesi gibi etkilere neden olabilir. Askeri otoritenin sivil yönetime el koyması veya el koyma riskinin bulunması bu faktörün değerlendirilmesi anlamında o ülkeye ait yüksek risk düzeyini ifade eder. Bu durum piyasa liberalliğinin azalmasına, yabancı sermayenin oluşan ortamdaki dolaylı yeni yatırımlardan kaçınmasına ve hatta mevcut yatırımlarının faaliyetlerini dondurmasına neden olur.

Tam olarak askeri yönetimin hâkim olduğu ülkeler en yüksek risk seviyesi ile değerlendirilen ülkelerdir. Bunun yanında unutulmaması gereken önemli bir nokta ise kısa süreli askeri rejimin bazı durumlarda kararlı bir çevre ve iş ortamı yaratabileceği ve ülke riskinin azalması yönünde etkili olabileceğidir. Ama genellikle uzun dönemli askeri yönetim ülke riskini artırır.

Sonuç olarak yüksek oranda; askeri otoritenin sivil yönetime etki etmesi yüksek ülke riski düzeyini tersi ise düşük ülke riski düzeyini ifade eder.

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.8. Dinsel Gerilimler

Dinsel gerilimler tek bir dinsel grubun sivil kanunları kendi dinsel kuralları ile değiştirmesi ve diğer dinleri politik ve sosyal yaşamdan soyutlaması ile ortaya çıkar. Burada yönetimi tek bir dinsel grubun istekleri belirler, dinsel özgürlükler ortadan kaybolur. Bürokrasi Etkisi faktörünün değerlendirilmesinde üzerinde durulacağı gibi bu tür risklere karşı ülkeleri koruyan en etkin yapı devleti oluşturan kurumların kurumsallaşma düzeyleri ve bürokratik yapının kalitesidir.

Bu durumdaki riskler; o ülkede yaşayan halkın üzerine empoze edilen yetersiz politikalar sonucu oluşan hükümete karşı sivil muhalefetten, iç savaşa kadar değişebilir.

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.9. Kanun ve Düzenlemeler

Bu faktörün değerlendirilmesinde kanun ve düzenlemelerin etkisi ayrı ayrı değerlendirilir. Her iki alt bileşende, 0 ile 3 arasında puan sistemi kullanılarak birbirinden ayrı olarak değerlendirilirler. Kanun alt bileşenleri yasal sistemin tarafsızlığını ve gücünü değerlendirirken, düzenlemeler alt bileşenleri yasal sistemin halk üzerindeki etkisini değerlendirmek için kullanılır.

Alt bileşenler eğer ülke içindeki yasal işleyiş, hukuksal yapıya uygunsa 3 puan olarak değerlendirilir. Ama eğer çok yüksek suç oranı olup ta kanunlar ve düzenlemeler rutin şekilde ihmal edilmeye başlanırsa ülke için değerlendirme 0 puan olur.

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.10. Etnik Gerilim

Bu faktör ırk, millet ve dil farklılıkları olan bir ülkede bu farklılıklardan kaynaklanabilecek gerilimleri değerlendirmeye yöneliktir. Irk, millet, dil ayrılıklarından

kaynaklanan gerilimlerin yaşandığı ülkeler, karşıt grupların birbirlerine tolerans göstermediği ve uzlaşmadıkları için düşük puan alırken, bu tür gerilimlerin yaşanmadığı ülkeler yüksek puan alırlar.

Değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.11. Demokratik Sorumluluklar

Bu faktör hükümetin kendi halkına karşı olan duyarlılık düzeyinin bir ölçüsüdür. Eğer hükümet kendi halkına karşı sosyal politikalar anlamında duyarsız davranırsa o oranda yıpranır ve hükümet düşer. Bu durum demokratik toplumlarda seçim, demokrasinin yerleşmediği toplumlarda ise şiddet veya darbe ile olur. Bu faktörün puanları ülkenin yönetim şekline göre değerlendirilir.

Demokratik Sorumluluk faktörünün değerlendirilmesinde kullanılan yönetim şekilleri şunlardır:

2.1.3.1.11.1. Alternatifli Demokrasi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Artarda iki dönemden fazla görev yapmayan hükümetler,
- Serbest ve adil seçimler,
- Birden çok politik partinin aktif varlığı,
- Yasama-Yürütme-Yargı arasındaki denge,
- Bağımsız yargı sistemi,
- Kişisel özgürlüklerin korunmasının, hükümet ve diğer yasal yollardan garanti altına alınması,

2.1.3.1.11.2. Hâkim Demokrasi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Artarda iki dönemden fazla görev yapmayan hükümetler,
- Serbest ve adil seçimler,
- Birden çok politik partinin aktif varlığı,
- Yasama-Yürütme-Yargı arasındaki denge,
- Bağımsız yargı sistemi,
- Kişisel özgürlüklerin korunmasının garanti altına alınması,

2.1.3.1.11.3. Gerçek Tek Partili Sistem

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Arkası sıra iki dönemden fazla görev yapan hükümet veya buna imkan tanıyan seçim sisteminin belli bir grup tarafından tek partili bir sistemin işleyişini hakim kılması durumu. Demokratik seçim sisteminin yasal olarak veya belli bir grup kararı doğrultusunda ertelenmesi,

- Yasal olmayan veya yasal olduğu kabul edilmeyen demokratik partilerin seçime girmesinin engellenmesi. (Resmi hükümet ve yasal olmadığı savunulan politik partiler üzerinde orantısız medya gücü kullanımı, medyanın yasal olduğu kabul edilmeyen politik partileri engelleyici yönde kullanılması, yasal olduğu kabul edilmeyen politik parti yöneticileri ve üyeleri üzerinde baskı oluşturmak, yasal olduğu kabul edilmeyen politik partilere yönelik engelleyici tedbirler uygulamak.)

2.1.3.1.11.4. Mutlak Tek Parti Sistemi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Yapısal tek parti düzeni,
- Yönetime katılmayan politik yapılanmalar üzerinde ki kısıtlamalar,

2.1.3.1.11.5. Monarşi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

Tekbir grubun veya kişinin hâkimiyeti, askeri güç veya hükümlanlık dışında hiçbir kişinin oy hakkının olmaması. En gelişmiş formunda bu düzen kısmi politik gruplara izin verir ama bu yapının karakteristik özelliği liderlik tabanına dayalı olmasıdır.

Bu faktörün değerlendirilmesi yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.12. Bürokrasi Etkisi

Hükümet değişimi, dolayısı ile hükümet politikalarının değişmesine karşı devletin genel yapısını koruma anlamında en etkin yapı devleti oluşturan kurumların kurumsallaşma düzeyleri ve bürokratik yapının kalitesidir.

Ülke riski değerlendirmesine tabi ülkede hükümet değişikliği sonucu yaşanması muhtemel politika değişikliklerine karşı kurumların, devletin genel politikalarında çok büyük değişiklikler yaşamadan yönetimi devam ettirebilme yetisi varsa bu ülkeler değerlendirmeden yüksek puan alırlar. Dolayısıyla bu kararlılığı gösterebilen ülkelerin bürokrasi etkisi açısından ülke riski düzeyleri düşüktür. Bu tür bürokratik yapıya sahip ülkeler politik baskıdan etkilenmez ve devlet kendi mekanizmalarını işletebilir.

Bürokrasi Etkisi faktörünün değerlendirilmesi yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı bizim tarafımızdan herhangi bir sayısal değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır.

2.1.3.1.13. Politik Riskin Değerlendirilmesi

PRS-ICRG değerlendirme kapsamında bulunan her bir ülkeye ait politik risk düzeyinin belirlenmesi, yukarıda detaylı olarak anlatılan o ülkeye ait politik risk faktörlerinin sayısal değerlerinin toplamından elde edilir. Toplama sonucu elde edilen politik risk değeri:

- (% 0,0 - % 49,9) Aralığında ise çok yüksek politik riski,
- (% 50,0 - %59,9) Aralığında ise yüksek politik riski,
- (% 60,0 - % 69,9) Aralığında ise orta düzey politik riski,
- (% 70,0 - % 79,9) Aralığında ise düşük politik riski,

- % 80,0 üzerinde ise çok düşük politik riski ifade eder.

2.1.3.2. PRS-ICRG Sisteminde Ekonomik Risk Kategorisinin Hesaplanması

Ekonomik risk değerlendirmesinin temel amacı ülkenin değerlendirmeye tabi tutulduğu andaki ekonomik güç veya zayıflıklarını ortaya koymaktır. Genel olarak eğer ülkenin ekonomik olarak güçlü yönleri zayıf yönlerinin üzerinde bir oranda (değerde) ise bu durum düşük ekonomik riskin göstergesi tersi durum ise yüksek ekonomik riskin göstergesidir.

Ülkeye ait güçlülük ve zayıflık ifadeleri ekonomik risk faktörleri diye adlandırılan bir grup ekonomik göstergenin değerlendirilmesiyle elde edilir. Her faktör için en düşük değer 0 iken en yüksek değer toplam ekonomik risk değerlendirmesi içinde her faktöre verilmiş ağırlık değeri kadardır.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirmede kullanılan veriler her ülke için geçerli olan bir grup ulusal ekonomik ve finansal göstergelerden oluşur. Bu faktörlerin hesaplanmasında kullanılan yöntem, ekonomik büyüklüklerin bir önceki dönemle veya aynı dönemde başka bir ekonomik değer ile oranlanması şeklinde olmaktadır. Ülkeye ait ekonomik riskin sayısal değeri hesaplandıktan sonra o faktöre ait risk düzeyi her faktör için belirlenmiş bir skalaya göre tespit edilir.

Ekonomik ve finansal faktörlerin değerlendirmesi oldukça açık, objektif ve hesaplanması kolaydır. İlerleyen bölümde ekonomik ve finansal faktörlerin değerlendirmesi için örnek hesaplamalar yapacağız. Ekonomik ve finansal faktörlerin açıklanması aşamasında yapılan örneklerin büyük çoğunluğunda ülkemize ait 2003 ve 2004 yılları ekonomik ve finansal verileri kullanılmıştır. Örneklerden elde edilen sonuçlar büyük bir oranda ülkemize ait PRS-ICRG ülke riski derecelendirme kuruluşunun aynı dönem sonuçları ile örtüşmektedir. Bazı faktörlerde 0,5 puan veya 1 puan gibi sapmalar olmuştur.

Tablo 2.3.:Ekonomik Risk Kategorisinin Alt Faktörleri

EKONOMİK RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ	
Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla	5 Puan (Ekonomik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Yıllık Gerçek GSMH Artışı	10 Puan (Ekonomik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Yıllık Enflasyon Artış Oranı	10 Puan (Ekonomik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10 Puan (Ekonomik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan (Ekonomik Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
TOPLAM	50 TOPLAM PUAN

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

2.1.3.2.1. Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla

Bu faktörün hesaplanması için değerlendirmesi yapılacak ülkenin değerlendirme yapılacak yıldaki Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsılası (o yılki ortalama dolar kuruna göre ABD dolarına çevrilir değer) PRS-ICRG'nin incelemeye aldığı bütün ülkelerin hesaplanan Ortalama Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsılanın yüzdesi

olarak hesaplanır. Aşağıda verilen tablo2.4.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.4.:Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla

Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla	
Yüzde Değeri	Puan
250,0 +	5,0
200,0-249,9	4,5
150,0-199,9	4,0
100,0-149,9	3,5
75,0-99,9	3,0
50,0-74,9	2,5
40,0-49,9	2,0
30,0-39,9	1,5
20,0-29,9	1,0
10,0-19,9	0,5
9,9 a kadar	0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Kişi Başına Düşen Gayri Milli Hâsılası \$ 4172'dir. (5)

PRS-ICRG'nın İncelemeye Aldığı Bütün Ülkelerin Tahmin Edilen Ortalama Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsılası \$9000 olsun.

$$=4172*100$$

$$=417200/9000$$

$$=46,35$$

$$\text{Puan} = 2,0$$

2.1.3.2.2. Yıllık Reel Gayri Safi Milli Hâsıla Artışı

Bu faktörün hesaplanması için 1990 sabit fiyatları ile ölçüm yapılacak ülkenin tahmini Gayri Safi Milli Hâsılanın yıllık değişim oranı yüzde değişim olarak eksi veya artı yönde hesaplanır. Aşağıda verilen tablo 2.5.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.5.:Yıllık Reel Gayri Safi Milli Hasıla Artışı

Yıllık Reel Gayri Safi Milli Hasıla Artışı	
Yüzde Değişim	Puan
6,0 ve üstü	10
5,0/5,9	9,5
4,0/4,9	9,0
3,0/3,9	8,5
2,5/2,9	8,0

2,0/2,4	7,5
1,5/1,9	7,0
1,0/1,4	6,5
0,5/0,9	6,0
0,0/0,4	5,5
-0,1/-0,4	5,0
-0,5/-0,9	4,5
-1,0/-1,4	4,0
-1,5/-1,9	3,5
-2,0/-2,4	3,0
-2,5/-2,9	2,5
-3,0/-3,4	2,0
-3,5/-3,9	1,5
-4,0/-4,9	1,0
-5,0/-5,9	0,5
-6,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

(6) 2003 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin GSMH'sı (Cari fiyatlar) \$239,235 Milyardır.

(7) 2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin GSMH'sı (Cari fiyatlar) \$299,475 Milyardır.

$$=299,475*100=29947,5$$

$$=29947,5/239,235$$

$$=125,180$$

$$\text{Değişim} = + 25,180$$

$$\text{Puan} = 10$$

2.1.3.2.3. Yıllık Enflasyon Artış Oranı

Bu faktörün hesaplanması için Enflasyon Oranının yıllık bazda yüzde değişimleri değerlendirilir. Aşağıda verilen tablo 2.6.'ya göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değişimin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.6.:Yıllık Enflasyon Artışı

Yıllık Enflasyon Artışı	
Yüzde Değişim	Puan
0,0/1,9	10
2,0/2,9	9,5
3,0/3,9	9,0
4,0/5,9	8,5
6,0/7,9	8,0
8,0/9,9	7,5
10,0/11,9	7,0
12,0/13,9	6,5

14,0/15,9	6,0
16,0/18,9	5,5
19,0/21,9	5,0
22,0/24,9	4,5
25,0/30,9	4,0
31,0/40,9	3,5
41,0/50,9	3,0
51,0/65,9	2,5
66,0/80,9	2,0
81,0/95,9	1,5
96,0/110,9	1,0
11,0/129,9	0,5
130,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2003 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Yıllık Enflasyon Oranı (12 aylık ortalama tüketici fiyatları) %25,3'dir. (8)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Yıllık Enflasyon Oranı (12 aylık ortalama tüketici fiyatları) %10,58'dur. (9)

$$25,3 - 10,58 = 14,72$$

$$\text{Değişim} = 14,72$$

$$\text{Puan} = 6,5$$

2.1.3.2.4. GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi

Bu faktör tahmini Bütçe Dengesinin hesaplanacak yıl için ulusal paradaki değeri aynı yıl için yine tahmini GSMH'nin ulusal paradaki değerine oranı hesaplanarak bulunur. Aşağıda verilen tablo 2.7.'ye göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değerinin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.7.:Bütçe Dengesi

Bütçe Dengesi	
Yüzde Değeri	Puan
4,0 ve üstü	10
3,0/3,9	9,5
2,0/2,9	9,0
1,0/1,9	8,5
0,0/0,9	8,0
-0,1/-0,9	7,5
-1,0/-1,9	7,0
-2,0/-2,9	6,5
-3,0/-3,9	6,0
-4,0/-4,9	5,5
-5,0/-5,9	5,0
-6,0/-6,9	4,5
-7,0/-7,9	4,0
-8,0/-8,9	3,5

-9,0/-9,9	3,0
-10,0/-11,9	2,5
-12,0/-14,9	2,0
-15,0/-19,9	1,5
-20,0/-24,9	1,0
-25,0/-29,9	0,5
-30,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

(10) 2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Bütçe Dengesi –30,300,001 Milyar TL'dir.

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin GSMH'sı (Cari fiyatlar) 428,932,343 Milyar TL'dir. (11)

$$= -30,300,001 * 100$$

$$= -3,030,000,100 / 428,932,343$$

$$= -7,064$$

$$\text{Puan} = 4,0$$

2.1.3.2.5. GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari İşlemler Hesabı

Bu faktörün hesaplanması için Ödemeler Dengesi içindeki hesaplamanın yapılacağı yıla ait Cari İşlemler Hesabı, (ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş Cari İşlemler Hesabı) yine o ülkeye ait tahmini GSMH'nin yüzde değeri olarak hesaplanır. (ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini GSMH değeri) Aşağıda verilen tablo 2.8.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değer karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.8.:GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari İşlemler Hesabı

GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari İşlemler Hesabı	
Yüzde Değeri	Puan
10,0 ve üstü	15,0
8,0/9,9	14,5
6,0/7,9	14,0
4,0/5,9	13,5
2,0/3,9	13,0
1,0/1,9	12,5
0,0/0,9	12,0
-0,1/-0,9	11,5
-1,0/-1,9	11,0
-2,0/-3,9	10,5
-4,0/-5,9	10
-6,0/-7,9	9,5
-8,0/-9,9	9,0
-10,0/-11,9	8,5

-12,0/-13,9	8,0
-14,0/-15,9	7,5
-16,0/-16,9	7,0
-17,0/-17,9	6,5
-18,0/-18,9	6,0
-19,0/-19,9	5,5
-20,0/-20,9	5,0
-21,0/-21,9	4,5
-22,0/-22,9	4,0
-23,0/-23,9	3,5
-24,0/-24,9	3,0
-25,0/-26,9	2,5
-27,0/-29,9	2,0
-30,0/-32,4	1,5
-32,5/-34,9	1,0
-35,0/-39,9	0,5
-40,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Cari İşlemler Hesabı \$ -15,647 milyardır. (12)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin GSMH'sı \$ 299,475 milyardır. (13)

$$= -15,647 \cdot 100$$

$$= -1564,7 / 299,475$$

$$= -5,22$$

$$\text{Puan} = 10$$

2.1.3.2.6. Ekonomik Riskin Değerlendirilmesi

Toplam ekonomik risk değeri yukarıda anlatılan ve örnek hesaplaması yapılan her risk faktöründen elde edilen değerlerin toplanması ile bulunur. Toplam Ekonomik Risk Değeri 0'dan başlayıp maksimum değer olan 50'ye kadar bir skalaya göre değerlendirilir.

- (% 0,0 - % 24,9) Aralığında ise çok yüksek ekonomik riski,
- (% 25,0 - %29,9) Aralığında ise yüksek ekonomik riski,
- (% 30,0 - % 34,9) Aralığında ise orta düzey ekonomik riski,
- (% 35,0 - % 39,9) Aralığında ise düşük ekonomik riski,
- % 40,0 üzerinde ise çok düşük ekonomik riski ifade eder.

Ülkemize ait ekonomik risk faktörlerinin değerlendirilmesi için yapılan örneklerden elde edilen sonuçlar toplandığında ekonomik risk değeri;

$$\text{Ekonomik Risk Değeri} = 2,0 + 10,0 + 6,5 + 4,0 + 10,0$$

$$\text{Ekonomik Risk Değeri} = 32,6 \text{ 'dur.}$$

Yapılan hesaplamalar sonucu ülkemizin ekonomik risk değeri 32,6 olarak bulunmuştur. Bu değer orta düzeyde ekonomik riski ifade etmektedir.

2.1.3.3. PRS-ICRG Sisteminde Finansal Risk Kategorisinin Hesaplanması

Finansal risk değerlendirmesinin amacı bir ülkenin harcamalarını düzenlemedeki becerisinin değerlendirilmesidir. Yani ülkenin resmi ve ticari işlemlerini ve varsa borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini ölçen bir değerlendirmedir. Bu ölçüm işlemi ekonomik faktörlerin değerlendirmesinde olduğu gibi daha önceden tespit edilen ölçüme tabi her ülkenin finansal risk bileşenlerine risk puanları verilerek yapılır.

Ekonomik risk değerlendirmesinde olduğu gibi her faktör için en düşük değer 0 iken en yüksek değer toplam finansal risk değerlendirmesi içinde her faktöre verilmiş ağırlık değeri kadardır.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirmede kullanılan veriler her ülke için geçerli olan bir grup seçilmiş finansal göstergelerden oluşur. Bu faktörlerin hesaplanmasında kullanılan yöntem, finansal büyüklüklerin bir önceki dönemle veya aynı dönemde başka bir finansal değer ile oranlanması şeklinde olmaktadır. Ülkeye ait finansal riskin sayısal değeri hesaplandıktan sonra o faktöre ait risk düzeyi her faktör için belirlenmiş bir skalaya göre tespit edilir.

Ekonomik faktörlerin değerlendirilmesinde olduğu gibi finansal faktörlerin değerlendirilmesi de oldukça açık, objektif ve hesaplanması kolaydır. Finansal faktörlerin açıklanması aşamasında yapılan örneklerin büyük çoğunluğunda ülkemize ait 2003 ve 2004 yılları finansal verileri kullanılmıştır.

Örneklerden elde edilen sonuçlar büyük bir oranda PRS-ICRG ülke riski derecelendirme kuruluşunun aynı döneme ait sonuçları ile örtüşmektedir. Bazı faktörlerde küçük sapmalar olmuştur.

Tablo 2.9.:Finansal Risk Kategorisinin Alt Faktörleri

FİNANSAL RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ	
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	10 Puan (Finansal Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10 Puan (Finansal Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan (Finansal Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslar Arası Likidite	5 Puan (Finansal Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı	10 Puan (Finansal Risk Kategorisi İçindeki Bu Faktörün Ağırlığı)
TOPLAM	50 TOPLAM PUAN

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

2.1.3.3.1. GSMH'nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç

Bu faktörün hesaplanması için hesaplamaların yapılacağı yıla ait tahmini toplam dış borç, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini GSMH'nin yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıda verilen tablo 2.10.'a göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alıyorsa bu yüzde değerinin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.10.:GSMH'nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç

GSMH'nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	
Yüzde Değeri	Puan
0,0/4,9	10
5,0/9,9	9,5
10,0/14,9	9,0
15,0/19,9	8,5
20,0/24,9	8,0
25,0/29,9	7,5
30,0/34,9	7,0
35,0/39,9	6,5
40,0/44,9	6,0
45,0/49,9	5,5
50,0/59,9	5,0
60,0/69,9	4,5
70,0/79,9	4,0
80,0/89,9	3,5
90,0/99,9	3,0
100,0/109,9	2,5
110,0/119,9	2,0
120,0/129,9	1,5
130,0/149,9	1,0
150,0/199,9	0,5
200,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005**ÖRNEK:**

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Dış Borcu \$161,9 milyardır. (14)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin GSMH'sı \$299,475 milyardır. (15)

$$=161,9 \cdot 100$$

$$=16190 / 299,475$$

$$=54,06$$

$$\text{Puan} = 5,0$$

2.1.3.3.2. Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Bu faktörün hesaplanması için hesaplamaların yapılacağı yıla ait tahmini Dış Borç Servisi, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini Toplam Mal Ve

Hizmet İhracatının yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıda verilen tablo 2.11.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.11.:Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	
Yüzde Değeri	Puan
0,0/4,9	10
5,0/8,9	9,5
9,0/12,9	9,0
13,0/16,9	8,5
17,0/20,9	8,0
21,0/24,9	7,5
25,0/28,9	7,0
29,0/32,9	6,5
33,0/36,9	6,0
37,0/40,9	5,5
41,0/44,9	5,0
45,0/48,9	4,5
49,0/52,9	4,0
53,0/56,9	3,5
57,0/60,9	3,0
61,0/65,9	2,5
66,0/70,9	2,0
71,0/75,9	1,5
76,0/79,9	1,0
80,0/84,9	0,5
85,0 ve üstü	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Dış Borç Servisi \$ 30,482 milyardır. (16)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Toplam Mal ve Hizmet İhracatı \$ 63,121 milyardır. (17)

$$=30,482*100=3048,2$$

$$=3048,2 / 63,121$$

$$=48,29$$

$$\text{Puan} = 4,5$$

2.1.3.3.3. Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Bu faktörün hesaplanması için ödemeler dengesi içindeki hesaplanan yapılabacağı yıla ait cari hesap, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini toplam mal ve hizmet ihracatının yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıda verilen tablo

2.12.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.12.:Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	
Yüzde Değeri	Puan
25,0 ve üstü	15,0
20,0/24,9	14,5
15,0/19,9	14,0
10,0/14,9	13,5
5,0/9,9	13,0
0,0/4,9	12,5
-0,1/-4,9	12,0
-5,0/-9,9	11,5
-10,0/-14,9	11,0
-15,0/-19,9	10,5
-20,0/-24,9	10
-25,0/-29,9	9,5
-30,0/-34,9	9,0
-35,0/-39,9	8,5
-40,0/-44,9	8,0
-45,0/-49,9	7,5
-50,0/-54,9	7,0
-55,0/-59,9	6,5
-60,0/-64,9	6,0
-65,0/-69,9	5,5
-70,0/-74,9	5,0
-75,0/-79,9	4,5
-80,0/-84,9	4,0
-85,0/-89,9	3,5
-90,0/-94,9	3,0
-95,0/-99,9	2,5
-100,0/-104,9	2,0
-105,0/109,9	1,5
-110,0/-114,9	1,0
-115,0/-119,9	0,5
- 120,0'nin altındaki değerler	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Cari İşlemler Hesabı \$-15,647 milyardır.(18)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizin Toplam Mal ve Hizmet İhracatı \$63,121 milyardır. (19)

$$= -15,647 \cdot 100 = -1564,7$$

$$= -1564,7 / 63,121$$

$$= -24,78$$

$$\text{Puan} = 10,0$$

2.1.3.3.4. İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite

Bu faktörün hesaplanması için net uluslar arası resmi rezervler o yıl için hesaplanmış ortalama ABD doları değerinden ADB dolarına çevrilir (Bu değer hesaplanmasında tespit edilen periyot için piyasada uygulanan ortalama ABD doları değerinden; ABD dolarına çevrilmiş resmi altın rezervleri dahil, kullanılmış IMF kredileri ve para otoritesinin dış borçları hariç tutulur) ve bu değer bu zaman dilimi içinde uygulanan ABD dolarının ortalama değerinden hesaplanmış aylık ortalama ithal malların fiyatına bölünür.

Hesaplanan bu değer bize karşılaştırmalı likidite risk oranını verir. Karşılaştırmalı likidite risk oranı ithalatın kaç ay boyunca resmi rezervlerce karşılanabileceğini gösterir. Aşağıda verilen tablo 2.13.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değer karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.13.:İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite Risk Oranını

İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite Risk Oranı	
Karşılaştırmalı Likidite Risk Oranı	Puan
15 ve üstü	5,0
12,0/14,9	4,5
9,0/11,9	4,0
6,0/8,9	3,5
5,0/5,9	3,0
4,0/4,9	2,5
3,0/3,9	2,0
2,0/2,9	1,5
1,0/1,9	1,0
0,6/0,9	0,5
0,0/0,59	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2004 Yılı Sonu İtibariyle Ülkemizin Net Uluslar Arası Resmi Rezervleri \$-824 milyondur. (20)

2004 Yılı Sonu İtibariyle Ülkemizin Yıllık Ortalama İthal Malların Fiyatı (Toplam Mal İthalatı FOB) \$-90925 milyondur. (21)

$$= -90925 / 12$$

2003 Yılı Sonu İtibariyle Ülkemizin Aylık Ortalama İthal Malların Fiyatı \$- 7577 Milyon Olarak Hesaplanır.

$$= -824/-7577$$

$$= 0,108$$

$$\text{Puan} = 0,0$$

2.1.3.3.5. Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı

Bir takvim yılı veya geçmiş 12 aylık dönem için yerel para biriminin ADB doları karşısında değer kazanması veya değer yitirmesi yüzde değişim olarak hesaplanır.

Aşağıda verilen tablo 2.14.'e göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu eksi veya artı yöndeki yüzde değişim karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Tablo 2.14.:Döviz Kuru Kararlılığı

Döviz Kuru Kararlılığı		
Yükselme değeri (+)	Düşme değeri (-)	Puan
0,0/9,9	-0,1/-4,9	10
10,0/14,9	-5,0/-7,4	9,5
14,5/19,9	-7,5/-9,9	9,0
20,0/22,4	-10,0/-12,4	8,5
22,5/24,9	-12,5/-14,9	8,0
24,9/27,4	-15,0/-17,4	7,5
27,5/29,9	-17,5/-19,9	7,0
30,0/34,9	-20,0/-22,4	6,5
35,0/39,9	-22,5/-24,9	6,0
40,0/49,9	-25,0/-29,9	5,5
50 ve üzeri	-30,0/-34,9	5,0
	-35,0/-39,9	4,5
	-40,0/-44,9	4,0
	-45,0/-49,9	3,5
	-50,0/-54,9	3,0
	-55,0/-59,9	2,5
	-60,0/-69,9	2,0
	-70,0/-79,9	1,5
	-80,0/-89,9	1,0
	-90,0/-99,9	0,5
	-100'ün altındaki değerler	0,0

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

ÖRNEK:

2003 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizdeki Dolar Kuru 1.393.278 TL'dir. (22)

2004 Yıl Sonu İtibariyle Ülkemizdeki Dolar Kuru 1.336.300 TL'dir. (23)

$$=1.336.300*100$$

$$=133.630.000 / 1.393.278$$

$$=%95,91$$

$$\text{Değişim} = -4,09$$

$$\text{Puan} = 10,0$$

2.1.3.3.6. Finansal Riskin Değerlendirilmesi

Yukarıda belirtildiği gibi her risk bileşenine verilen değerlerin toplamından elde edilen toplam finansal risk değeri 0'dan başlayıp maksimum değer olan 50'ye kadar bir skalaya göre değerlendirilir. Toplam puan:

- (% 0,0 - % 24,9) Aralığında ise çok yüksek finansal riski,
- (% 25,0 - %29,9) Aralığında ise yüksek finansal riski,
- (% 30,0 - % 34,9) Aralığında ise orta düzey finansal riski,

- (% 35,0 - % 39,9) Aralığında ise düşük finansal riski,
- % 40,0 üzerinde ise çok düşük finansal riski ifade eder.

Ülkemize ait finansal risk faktörlerinin değerlendirilmesi için yapılan örneklerden elde edilen sonuçlar toplandığında Ülkemiz için finansal risk değeri;

$$\text{Finansal Risk Değeri} = 5,0 + 4,5 + 10,0 + 0,0 + 10,0$$

$$\text{Finansal Risk Değeri} = 29,5\text{'dir.}$$

Sonuç olarak yapmış olduğumuz örnek hesaplamalara göre ülkemizin finansal risk değeri 29,5'tir. Bu değer orta düzeyde finansal riski ifade etmektedir.

2.1.3.4. PRS-ICRG Sisteminde Birleşik Ülke Riski Değerlendirmesi

Birçok ülke riski derecelendirme kuruluşları genelde ülkelere ait tek bir değer olarak birleşik risk değerlendirmesini yayınlamakta veya satmaktadır. PRS-ICRG ülke riski derecelendirme kuruluşu birleşik ülke riski değerini hesaplanırken yukarıda detaylı olarak anlatılan yöntemleri kullanarak elde ettikleri politik, ekonomik ve finansal ülke riski değerlerini kullanır.

Daha öncede üzerinde durulduğu gibi yararlanıcılar açısından bu yöntemin anlaşılması ve kendi ihtiyaçları doğrultusunda uyarlanması açısından birçok avantajlar vardır. PRS-ICRG birleşik ülke risk değeri aşağıda verilen formüle göre hesaplanır.

$$\text{CPFER}(X \text{ ülkesi}) = 0,5(\text{PR} + \text{ER} + \text{FR}) \quad \text{Bu formülde;}$$

- CPFER= Birleşik Ülke Riski Değeri
- PR= Politik Risk Değeri
- ER= Ekonomik Risk Değeri
- FR= Finansal Risk Değeridir. (24)

Bu formülden hesaplanacak değer (teorik olarak) 100 en az riski, (teorik olarak) 0 ise en yüksek riski gösterir. Tüm risk kategorilerinde ve faktörlerinde olduğu gibi hesaplanan sayısal ülke riski değeri ile ülke riski düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yani herhangi bir ülke için hesaplanan sayısal ülke riski değeri ne kadar yüksekse o ülke için ülke riski düzeyi de o oranda düşüktür. Bunun tersi olarak ta hesaplanan sayısal risk değeri ne kadar düşükse o ülke için ülke riski düzeyi o oranda yüksektir.

PRS-ICRG değerlendirme kapsamına aldığı ülkeleri ülke riski değerlendirmesinden almış oldukları nota göre derecelendirmek için aşağıdaki verilen tablo 2.15 kullanır.

Tablo 2.15.: Birleşik Ülke Riski Not Baremi

BİRLEŞİK ÜLKE RİSKİ NOT BAREMİ	
Çok Yüksek Risk	00,0/49,5
Yüksek Risk	50,0/59,5
Orta Düzeyde Risk	60,0/69,5
Düşük Risk	70,0/79,5
Çok Düşük Risk	80,0/100

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, 10.12.2005

PRS-ICRG güncel verileri kullanarak yaptığı risk değerlendirmesinin yanında her ülke için genel durumu göz önünde bulundurarak ve ileriye dönük muhtemel gelişmeleri değerlendirerek 1 yıl ve 5 yıl sonrası içinde iki ayrı ülke riski değeri hesaplar.

Ayrıca ileriye dönük bir projeksiyon oluşturması için tüm risk faktörleri için en iyi durumlar göz önüne alınarak elde edilen bir ülke riski değeri hesaplanır. Son olarak tüm risk faktörleri için en kötü durumlar göz önüne alınarak elde edilen diğer bir ülke riski değeri hesaplanır.

SONUÇ

PRS-ICRG sistemi genel kullanım amaçlı olarak tasarlanmıştır, yani bu sistem ülkelerin toplam risk düzeyi ile ilgili değerlendirme yapmaktadır.

Bazı yararlanıcılar kendileri için önem arz eden alanlarda spesifik risk değerlerine ihtiyaç duyabilirler. Böyle bir durumda istenilen yönde değerlendirmeye ulaşabilmek için ilgili alandaki faktörlere bakılabilir ve bu faktörlerin ağırlıkları değiştirilerek istenilen doğrultuda özel risk tahmini elde edilebilir. PRS-ICRG'in ülke riski hesaplamalarında, her ülke için kullanılan faktörlerin değerlerini de vermesi yararlanıcılara açıklayıcı bilgi sağlamak ve yararlanıcılara kendi veya diğer kuruluşların değerlendirmeleri ile kıyaslama yapabilme şansı sağlar.

Yaşanan ekonomik krizler ülke riskinin uluslararası alanda faaliyet gösteren bütün kurumları etkileyen önemli bir faktör olduğunu açıkça göstermektedir. Gerek doğrudan yabancı yatırımlar gerekse portföy yatırımları şeklindeki uluslararası sermaye akımları ülkeye özgü makroekonomik, sosyal ve politik faktörlerden kaynaklanan risklerden etkilenmektedir.

Bunun sonucunda da yatırımcılar zarar görmektedir. Bir ülkenin borcunu ödeyememesi veya aksatması durumunda da bir yandan borç verenler kayba uğrarken, diğer yandan borçlu ülkenin kredi piyasalarına erişimi ve böylece yeni borç temin etmesi güçleşmektedir.

1980'lerde birçok ülke, borç geri ödemelerinde güçlüklerle karşılaşmış, ödemeler dengesinde sorun yaşayan ülkeler sermaye hareketleri üzerine kısıtlamalar koymuş ve çifte kur uygulamalarına başvurmuştur. Küresel sermaye akımlarındaki büyük artış ile birlikte yaşanan bu borç ve para krizleri, ülke riski analizlerine geçmişte olduğundan daha çok önem verilmesine yol açmıştır.

Ülke riski ölçümü, çeşitli kredi derecelendirme kuruluşlarınca bağımsız olarak yapılmaktadır ve küreselleşme ile beraber uluslararası aktivitelerin artması da bu kurumlara olan talebi gittikçe arttırmaktadır. Bu kuruluşların kararları, uluslararası sermaye akımlarını yönlendiren başlıca etkenlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çalışmamızda PRS-ICRG (Political Risk Services-International Country Risk Guide) ülke riski derecelendirme kuruluşuna ait metodoloji detaylı olarak incelenmiş ve bu kuruluşun ülke riski derecelendirme çalışmalarında yer alan faktörler ve veriler kullanılarak Türkiye'ye ait 2004 yılı için ülke riski değerlendirmesi yapılmıştır.

Yararlanılan Kaynaklar

1. İhsan ERSAN, Ülke Risk , **Finans Dergisi** , 1985,. s.:24.

2. Resmi Gazete (Aralık 2003 tarih, 25306 sayı, seri VIII, No:40)
(<http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/spk15-2.pdf>,
3. <http://www.hukuki.net/kanun/5020.15.text.asp>
4. <http://www.icrgonline.com>
5. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
6. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
7. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
8. http://www.belgenet.com/eko/die_122003.html
9. http://www.belgenet.com/eko/die_122004.html
10. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti1-04.htm>
11. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
12. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
13. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
14. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
15. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
16. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
17. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
18. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
19. <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm>
20. <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/tablo1.pdf>
21. <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekolar1/eko14.xls>
22. <http://www.tcmb.gov.tr/kurlar/200312/31122003.html>
23. <http://www.tcmb.gov.tr/kurlar/200412/31122004ytl.html>
24. <http://www.icrgonline.com>